

16 stycznia 2015

Raport Dzienny

Departament Analiz Ekonomicznych

Ernest Pytlarczyk
główny ekonomista
tel. +48 22 829 01 66
ernest.pytlarczyk@mbank.pl

Marcin Mazurek
starszy analityk
tel. +48 22 829 01 83
marcin.mazurek@mbank.pl

Piotr Bartkiewicz
analityk
tel. +48 22 526 70 34
piotr.bartkiewicz@mbank.pl

Karol Klimas
analityk
tel. +48 22 829 02 56
karol.klimas@mbank.pl

mBank S.A.
Senatorska 18
00-950 Warszawa
tel. +48 22 829 00 00
fax. +48 22 829 00 33
<http://www.mbank.pl>

Kalendarium danych

Dane z Polski i zagranicy o potencjalnym wpływie na rynek krajowy

Godzina	Kraj	Zmienna	Okres	Prognoza		Poprzednio	Odczyt
				mBank	konsensus		
12.01.2015 PONIEDZIAŁEK							
BRAK ISTOTNYCH DANYCH							
13.01.2015 WTOREK							
10:30	GBR	CPI r/r (%)	gru		0.7	1.0	0.5
14:00	POL	Eksport (mln EUR)	lis	14050*	13455	14857 (r)	13556
14:00	POL	Import (mln EUR)	lis	14450*	13365	14865 (r)	13652
14:00	POL	Saldo obrotów bieżących (mln EUR)	lis	-782*	-450	-470 (r)	-268
14.01.2015 ŚRODA							
8:45	FRA	CPI r/r (%)	gru		0.0	0.3	0.1
9:00	HUN	CPI r/r (%)	gru		-0.6	-0.7	-0.9
11:00	EUR	Produkcja przemysłowa m/m (%)	lis		0.3	0.3 (r)	0.2
	POL	Decyzja RPP (%)	sty	2.00	2.00	2.00	2.00
14:00	POL	M3 r/r (%)	gru	8.6	8.2	8.4	8.4
14:30	USA	Sprzedaż detaliczna m/m (%)	gru		-0.1	0.4 (r)	-0.9
20:00	USA	Beżowa księga	sty				
15.01.2015 CZWARTEK							
0:50	JAP	Zamówienia na maszyny m/m (%)	lis		4.6	-6.4	1.3
10:00	GER	PKB r/r (%)	2014		1.5	0.1	1.5
14:00	POL	CPI r/r (%)	gru	-0.9	-0.9	-0.6	-1.0
14:30	USA	Wskaźnik Empire State (pkt.)	sty		5.00	-3.58	9.95
14:30	USA	PPI r/r (%)	gru		1.0	1.4	1.1
14:30	USA	Nowo zarejestrowani bezrobotni (tys.)	10.01		290	297 (r)	216
16:00	USA	Wskaźnik Philly Fed (pkt.)	sty		20.0	24.3 (r)	6.3
16.01.2015 PIĄTEK							
14:00	POL	Inflacja bazowa r/r (%)	gru	0.5	0.5	0.4	
14:30	USA	CPI r/r (%)	gru		0.7	1.3	
15:15	USA	Produkcja przemysłowa m/m (%)	gru		0.0	1.3	
16:00	USA	Koniunktura kons. U.Michigan (pkt.)	stv		94.1	93.6	

Dziś zostaną opublikowane...

Gospodarka polska. Dzisiejsze dane o inflacji bazowej powinny potwierdzić brak presji cenowych w polskiej gospodarce. W oparciu o opublikowane dane GUS szacujemy, że inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii wyniosła w grudniu 0,5% r/r.

Gospodarka globalna. Dziś w Stanach Zjednoczonych zostaną opublikowane dane o inflacji. Spodziewany spadek dynamiki cen konsumentów to zasługa załamania cen paliw (i nie jest to koniec dezinflacji w Stanach Zjednoczonych), dlatego też uwaga rynków będzie skupiona na kategoriach bazowych. Istotną publikacją będzie również produkcja przemysłowa, która w grudniu najprawdopodobniej przeżywała stagnację (po bardzo dobrym listopadzie). Warto również zwrócić uwagę na pierwszy w miesiącu odczyt koniunktury konsumenckiej.

Najważniejsze wydarzenia i komentarze

- CHF: SNB zniósł minimalny kurs wymiany franka – 1,20 EURCHF. Stopa procentowa została obniżona o 50 bp do poziomu minus 0,75 proc..
- GUS: Ceny towarów i usług konsumpcyjnych w grudniu spadły o 1,0 proc. rdr, a w porównaniu z poprzednim miesiącem ceny spadły o 0,3 proc..
- NBP uważa, że polski sektor bankowy jest stabilny i odporny na szoki zewnętrzne, w tym na zmienność kursu walutowego.
- Szczurek: Komitet Stabilności Finansowej spotka się we wtorek 20 stycznia aby omówić sytuację na rynkach walutowych w związku z deprecjacją złotego wobec franka po czwartkowej decyzji SNB.

Decyzja RPP (04.02.2015)	Prawdopodobieństwo wyliczone z instrumentów krótkiej stopy proc.	Obligacje	Otwarcie (%)	Zmiana (pp.)
podwyżka 25 bps	0%	GERGB 10Y	0.466	-0.012
stopy bez zmian	70%	USAGB 10Y	1.724	-0.036
obniżka 25 bps	30%	POLGB 10Y	2.264	-0.045
PROGNOZA mBanku		Dotyczy benchmarków Reuters		
obniżka 25 pb				

Koniec obrony poziomu 1,20 na EURCHF

Szwajcarski Bank Centralny zdecydował się wczoraj na 1) uwolnienie kursu EURCHF, 2) obniżkę przedziału dozwolonych wahań stopy procentowej do -0,75-0,25. Powodem zmian były wysokie koszty utrzymywania poziomu 1,20 (koszt zagospodarowania rezerw EURowych na bilansie banku stanowiącego 80% PKB) oraz chęć urynkowania kursu na wzór USDCHF, a także zahamowanie napływu kapitału poszukującego bezpiecznej przystani (np. rosyjskiego). SNB, zachęcany działaniem mechanizmów rynkowych w przypadku wspomnianej pary USDCHF zdecydował się na osiągnięcie celu w ten właśnie sposób na kursie EURCHF, ale przy pozostawieniu furtki w postaci możliwości dokonywania interwencji kursowych, jeśli będzie to konieczne. Zmiany kursowe EURCHF na wczorajszym dniu to był rollercoaster pomiędzy 1,20 a 0,86 z ostateczną stabilizacją nieco powyżej 1,00. Przy osłabieniu PLN do EUR implikowało to poziomy kursu CHFPLN zbliżone do 5, po stabilizacji kurs osiadł w okolicach 4,10-4,20.

Sytuacja znacząco się różni w porównaniu do września 2011 roku, kiedy stopy procentowe i możliwości inwestycyjne w Szwajcarii były znacząco lepsze (dla porównania 10y obligacja w 2011 roku miała rentowność 2%, obecnie blisko zera), inna była też percepcja integralności strefy euro, gdyż słynne „whatever it takes” szefa ECB Mario Draghiego to dopiero lipiec 2012 roku. Z ekonomicznego punktu widzenia lokowanie środków w Szwajcarii ma niewielki sens (pieniądze na depozytach znikają po ujemnej stopie) i powody inne od strachu przed dewaluacją waluty nierezydenta dokonującego transferu środków w kierunku CHF (EUR, RUB) nie mają racji bytu.

Wczorajsze posunięcie dokonało istotnego przeczyszczenia pozycji spekulacyjnych na EURCHF. Dopuszczenie większej zmienności to także potencjalnie wyższe ryzyko związane z lokowaniem środków w CHF przez nierezydentów. Ekstremalnie niskie stopy procentowe w Szwajcarii (ujemna krzywa rentowności na stawkach swapowych do 7 lat włącznie), możliwość podwyżki stopy depozytowej przez ECB w ramach uruchomienia poluzowania ilościowego oraz potencjalnie pozytywne skutki tego programu, wreszcie duży szok gospodarczy dla szwajcarskiego handlu (mechanizm samonapędzający jeszcze niższe stopy procentowe) sugerują, że CHF powinien się z biegiem czasu osłabiać (a więc kurs CHFPLN powinien spadać).

Implikacje dla polskiej gospodarki i rynków finansowych

W Polsce 37% kredytów mieszkaniowych to kredyty w CHF (około 131 mld zł na listopad i już prawie 168 mld zł uwzględniając dzisiejszy kurs CHFPLN). Wzrost ten oznaczałby wzrost zadłużenia zagranicznego o 1 punkt procentowy w stosunku do PKB. Biorąc pod uwagę całość zadłużenia w walutach obcych kraju (55% PKB), nie jest to wzrost znaczący. Umocnienie CHF do euro i PLN oraz prawdopodobnie większa niespłacalność kredytów denominowanych w CHF (jeśli osłabienie złotego do CHF miałoby się utrzymać przez dłuższy czas) osłabia współczynniki wypłacalności banków (z 14,62 do 14,38 spadłby wg. KNF łączny współczynnik kapitałowy przy deprecjacji złotego względem CHF do poziomu 4,49, czyli powyżej obecnie notowanego kursu tej pary walutowej). Współczynniki te pozostaną i tak bardzo wysokie. O ile odnotowano możliwość wzrostu ryzyka systemowego, ryzyko to pozostaje ciągle bardzo małe i zarządzalne.

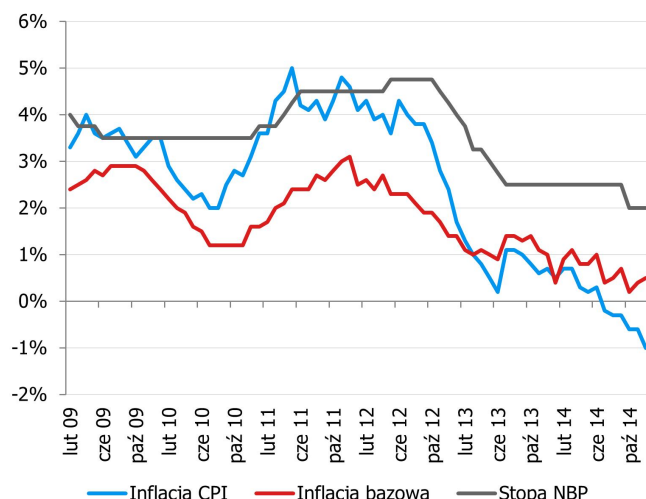
Wielkość miesięcznych rat spłacanych przez około 550 tys. gosp. domowych zadłużonych w CHF wzrośnie o około 20% miesięcznie. Rocznie łączna wartość rat od kredytów denominowanych w CHF może więc wzrosnąć z 9 do 10,5 mld zł. Oznaczałoby to uszczuplenie dochodu do dyspozycji i konsumpcji. Efekt netto (statyczny) na konsumpcję wyniósłby zatem minus 0,2%. Efekt ten mógłby jednak zostać pogłębiony przez pogarszający się sentyment – część gospodarstw mogłaby zanotować podwyższenie zmienności i wzrost ryzyka zwiększając swoją skłonność do oszczędzania. Można argumentować, że gwałtowna deprecjacja złotego pod koniec 2011 roku była jednym z czynników prowadzących do spowolnienia konsumpcji.

O ile w krótkim terminie dominować mogą obawy o dalsze losy polityki pieniężnej i jej sparaliżowanie dbałością o stabilność kursu, nie sądzimy, aby czynnik CHF był czynnikiem nadającym inną trajektorię decyzjom RPP. 1) Rada nie traktuje tego czynnika jako czynnika powiązanego ze stanem gospodarki polskiej; 2) Działanie w stronę umocnienia EURPLN i poprzez to umocnienie CHFPLN (głównym źródłem zmienności będzie i jest EURCHF będący poza wpływem RPP) mogłoby skutkować dalszym pogorszeniem koniunktury, osłabiając konkurencyjność eksportu; 3) Należy też pamiętać, że jedynie EURPLN (i poniekąd USDPLN), a nie CHFPLN niesie w sobie jakiegokolwiek implikacje dla inflacji, ta zaś jest rekordowo niska i będzie spadać w kolejnych miesiącach. 4) Jeśli już, to RPP może wręcz pogłębić skalę obniżek w sytuacji pojawienia się nowych ryzyk dla popytu konsumpcyjnego.

Dla rynku długu ewentualny, negatywny wpływ mogą mieć próby podejmowania przez polityków kwestii systemowych zmian (i dodatkowych obciążeń dla budżetu państwa) w związku z osłabieniem złotego do CHF i implikacjami tego faktu dla pożyczkobiorców. Nie sądzimy jednak, aby istniały rzeczywiste podstawy do zmian systemowych i, że zmiany takie nastąpią.

Nowe minima na inflacji. Będzie jeszcze niżej.

W grudniu inflacja obniżyła się z -0,6% r/r do -1,0% r/r. Jest to nowy deflacyjny rekord. W ujęciu miesięcznym największy spadek zanotowały ceny paliw – było to prawie 5%. W pozostałych kategoriach ceny były stabilne (poza paliwami oraz odzieżą i obuwiem we wszystkich kategoriach zanotowano dynamiki rzędu 0,0-0,1%), w niektórych przypadkach nawet wbrew wzorcom sezonowym (patrz żywność). Zgodnie z naszymi obliczeniami, inflacja bazowa wzrosła nieznacznie do 0,5% (ale to efekty bazowe w kategorii telekomunikacja).



Po raz kolejny powtarzamy, że absolutnie nie widać odwracania się trendów deflacyjnych. Najniższe odczyty inflacji dopiero przed nami - w I kw. inflacja spadnie do około -1,5% r/r (przefiltrować się muszą już zrealizowane spadki cen ropy naftowej).

Spadająca inflacja to oczywiście woda na młyn dla oczekiwań na obniżkę stóp procentowych. Łączenie zmian na CHFPLN (wzrost CHFPLN po decyzji SNB) z polityką pieniężną to duże nadużycie. Po pierwsze, jest to czynnik zewnętrzny, po drugie to kurs EURPLN ma największy związek z procesami inflacyjnymi (na efekty wzrostów USDPLN musimy najprawdopodobniej jeszcze poczekać), a ten pozostaje dość stabilny. Wpływ CHFPLN może być natomiast negatywny na konsumpcję (szacujemy, że może znieść ok. połowy pozytywnego wpływu spadających cen paliw), co oznacza jeszcze większą potrzebę obniżek stóp procentowych w Polsce.

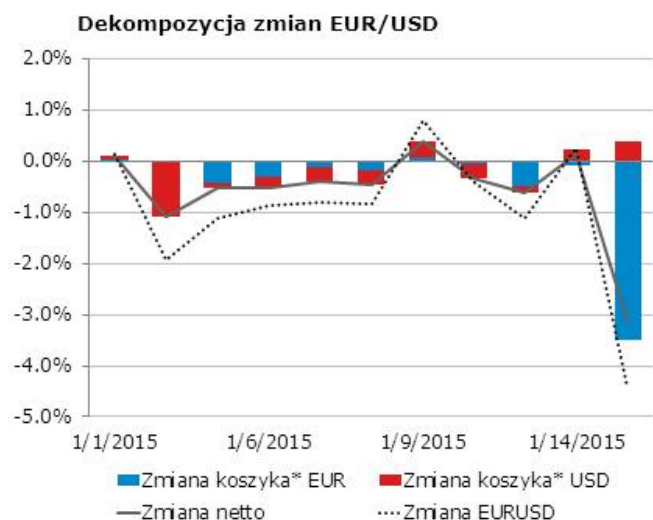
EURUSD fundamentalnie

EURUSD na nowych minimach, a winny jest bank centralny Szwajcarii. Niespodziewane ogłoszenie zaprzestania utrzymywania minimalnego kursu EURCHF spowodowało gwałtowne wahania, zarówno po stronie dolarowej, jak i eurowej kursu, a ostatecznie największą ofiarą turbulencji (uwzględniając również wyprzedzą w trakcie sesji amerykańskiej) była właśnie wspólna waluta. Coraz silniej grana słabość dolara oraz możliwość (logiczna zresztą) przywrócenia dodatnich stóp depozytowych w EUR (nowy element) razem z QE (stary element) sugerują możliwość gwałtownych korekt na EURUSD. Dziś dane o inflacji w USA oraz w strefie euro (ostateczne), oraz produkcja przemysłowa w USA. Przy możliwości niższych odczytów (w USA) scenariusz korektów na EURUSD nabiera sensu.

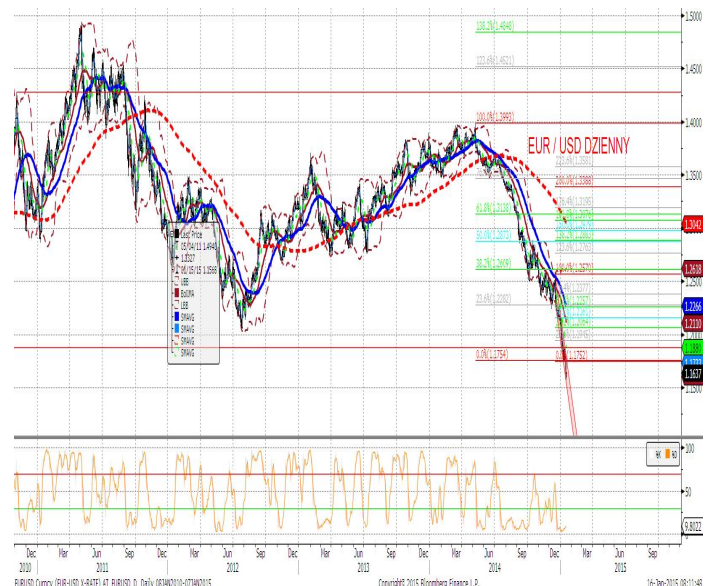
EURUSD technicznie

Znów S/L (45 pipsów) podyktowany tym razem event risk. Pozostajemy poza rynkiem.

Wsparcie	Opór
1,1568	1,2257
1,1213	1,2066
1,0433	1,1752



* Koszyki walutowe wyliczane są jako ważona średnia geometryczna notowań względem GBP, JPY, CAD, CHF.



EURPLN fundamentalnie

Początek dnia przyniósł kontynuację śródogodowego umocnienia złotego, a kurs przejściowo zanurkował poniżej 4,25. Przełom przyszedł o 10:30, kiedy to ogłoszona została decyzja SNB o zakończeniu obrony kursu EURCHF (więcej o przyczynach i implikacjach można przeczytać w sekcji analiz). Wywołało to eksplozję zmienności i, po chwili, gwałtowną przecenę kursu złotego: EURPLN na chwilowo nie płynnym rynku poziomu 4,36, USDPLN z hukiem przebił 3,70 (10 gr powyżej otwarcia), a CHFPLN przecenił się do ok. 4,2. W godzinach popołudniowych sytuacja na polskim rynku walutowym nieco się uspokoiła, a EURPLN wrócił w okolice 4,29. Z kolei początek sesji amerykańskiej i poszukiwanie bezpiecznych przystani spowodowało dalszą przecenę EURPLN, który dzień zakończył w okolicy 4,3150. Wczorajsze wydarzenia zmieniają bilans ryzyk dla złotego zdecydowanie w stronę osłabienia: konieczność amortyzacji negatywnego zewnętrznego szoku, niepewność związana z możliwością politycznej reakcji (podobnej do Węgierskiej), a także negatywny wpływ podwyższonej zmienności na carry trades i pozycje długie w aktywach EM. Z drugiej strony, może zmienić się percepcja polityki pieniężnej.

EURPLN technicznie

Event risk i zamknięcie pozycji zleceniem S/L przy 4 figurach straty. Powrót kursu w kierunku wyższej części przedziału wahań 25-35. Pozostajemy poza rynkiem z uwagi na wysoką zmienność i rozedrganie inwestorów generujące możliwości kolejnych event risks.

Wsparcie	Opór
4,2451	4,4000
4,2412	4,3673
4,2071	4,3204

Czynnik krajowy* w EURPLN



* Wykres przedstawia resztę z regresji, w której PLN objaśniany jest kursami walut regionu (HUF, TRY, CZK) oraz notowaniami EURUSD. Reszty obrazują działanie specyficznych czynników krajowych. Wartości ujemne: PLN jest umacniany przez czynniki krajowe. Wartość dodatnie: PLN jest osłabiany przez czynniki krajowe.



IRS	BID	ASK
1Y	1.63	1.66
2Y	1.61	1.64
3Y	1.6	1.63
4Y	1.66	1.69
5Y	1.71	1.74
6Y	1.76	1.79
7Y	1.82	1.85
8Y	1.88	1.91
9Y	1.93	1.96
10Y	1.98	2.00

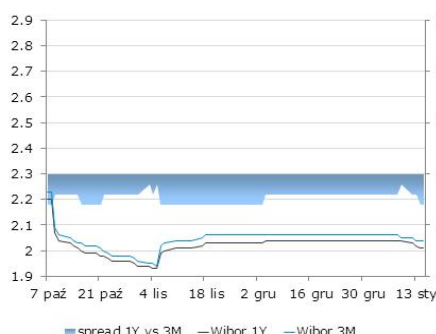
depo	BID	ASK
ON	1.9	2.2
1M	1.8	2.1
3M	1.8	2.0

FRA	BID	ASK
1x2	1.87	1.93
1x4	1.82	1.88
3x6	1.60	1.64
6x9	1.44	1.48
9x12	1.42	1.47

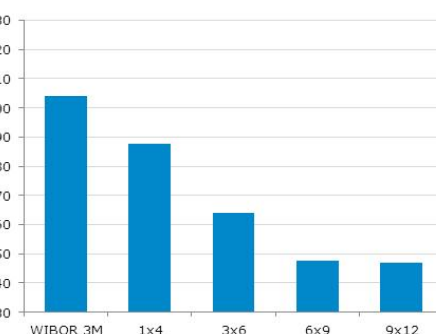
Fixing NBP	
EUR/PLN	4.2897
USD/PLN	3.6588
CHF/PLN	4.1611

Poziomy otwarcia	
EUR/USD	1.1630
EUR/JPY	135.08
EUR/PLN	4.3164
USD/PLN	3.7074
CHF/PLN	4.2529

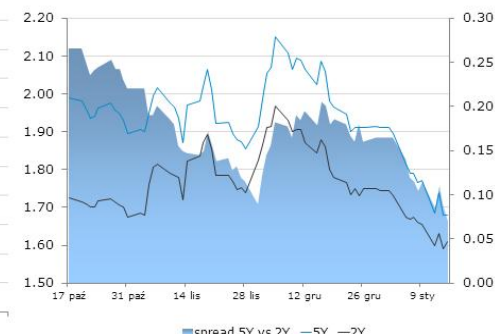
WIBOR 3M i 1Y



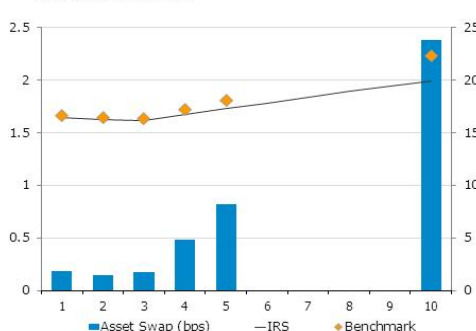
WIBOR 3M i stawki FRA



IRS 5Y i 2Y



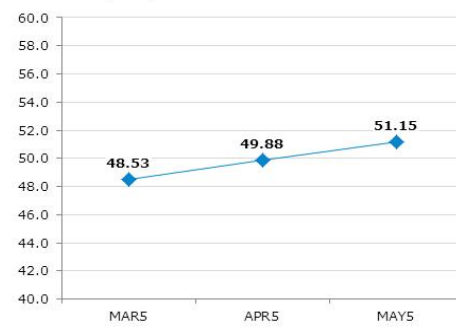
Asset swap i IRS



Indeks cen ropy naftowej



Brent, krzywa



Uwaga!

Niniejsza publikacja została przygotowana w celu promocji i reklamy zgodnie z definicją zawartą w paragrafie 9, ustęp 1 rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 20. listopada 2009 w sprawie trybu i warunków postępowania firm inwestycyjnych, banków, o których mowa w art. 70 ust. 2 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, oraz banków powierniczych. Opracowanie stanowi wyraz najlepszej wiedzy autorów opartej informacjami z kompetentnych rynkowych źródeł, jednakże nie możemy gwarantować ich pełnej wiarygodności i kompletności. Wszelkie oceny zawarte w niniejszym dokumencie wyrażają nasze opinie w dniu wydania raportu i mogą być zmienione przez autorów bez uprzedniego powiadomienia. Informacje, na które powołują się w niniejszym opracowaniu autorzy niekoniecznie pozostają w zgodzie z opiniami mBanku S.A. Kwotowania wskazane w opracowaniu są średnimi poziomami zamknięcia rynku międzybankowego z dnia poprzedniego i mają charakter wyłącznie informacyjny. Nie są zatem poradą, rekomendacją, ofertą dotyczącą kupna lub sprzedaży instrumentów finansowych i nie należy ich tak traktować. Prognozy wskazane w niniejszym dokumencie nie gwarantują osiągnięcia zysków przez inwestora działającego na ich podstawie. mBank S.A. (lub jego pracownicy) może posiadać na rachunku własnym lub może zawierać transakcje kupna/sprzedaży instrumentów opisanych w niniejszej publikacji. Autorzy oświadczają, że inwestor nie powinien działać wyłącznie na podstawie niniejszego opracowania, bez zasięgnięcia niezależnej profesjonalnej porady inwestycyjnej. Jakakolwiek odpowiedzialność mBanku S.A., jego zarządu, pracowników, współpracowników, kooperantów, agentów z tytułu podjęcia przez jakąkolwiek osobę działań lub zaniechań w związku z niniejszym opracowaniem jest wyłączona. Dystrybucja lub przedruk części lub całości opracowania możliwa jest za uprzednią pisemną zgodą autorów.